

Tilburg University

Het opschorten van de handel op de Amsterdamse Effectenbeurs

Kabir, M.R.

Published in:
Bedrijfskunde: Tijdschrift voor Modern Management

Publication date:
1991

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Kabir, M. R. (1991). Het opschorten van de handel op de Amsterdamse Effectenbeurs. *Bedrijfskunde: Tijdschrift voor Modern Management*, 63(1), 65-77.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

tor. Kabir

Het opschorten van de handel op de Amsterdamse Effectenbeurs

1. Inleiding

Een regulerende maatregel als het opschorten van de handel in een bepaald fonds, een verplichte onderbreking van het normale proces van kopen en verkopen van dat fonds, is vermoedelijk bij alle effectenbeursen in de gehele wereld in gebruik. Iemand die een genoteerd fonds wil kopen of verkopen, kan dat niet doen als er geen handel in dat fonds is. Gedurende een bepaalde periode mag geen koers worden opgemaakt door middel van het gebruikelijke marktmechanisme. Zo'n ingreep is vanzelfsprekend een bron van zorg voor de betrokken partijen: ondernemingen, beleggers en market-makers. Anders dan wel wordt beweerd, gebeurt het opschorten van de handel niet onder normale omstandigheden. De instanties die de beslissing over het opschorten van de handel in een zeker fonds nemen, gaan tot deze bijzondere maatregel over om een aantal bekende of minder bekende redenen. In het geval van de Amsterdamse Effectenbeurs zijn de voornaamste redenen: het niet nakomen van een onderneming aan de verplichtingen als neergelegd in het reglement van notering, en het zich voordoen van omstandigheden op grond waarvan het beursbestuur van mening is dat het niet mogelijk is een normale en regelmatige markt voor een fonds te onderhouden. Het zich voordoen van omstan-

digheden' moet in de ruimst mogelijke betekenis worden opgevat. Het kan zijn het afwachten van een bericht of aankondiging van de onderneming, verdenkingen met betrekking tot financiële en bedrijfsmatige transacties, de mogelijkheid van handel met voorwetenschap, koersmanipulatie, of zeer ongewone koersfluctuaties.

Doel van dit artikel is niet het formuleren van een oordeel over het effect van het opschorten van de handel aan de Amsterdamse Effectenbeurs. Een dergelijk oordeel vereist een grondig wetenschappelijk onderzoek, waaraan op het ogenblik wordt gewerkt. Wel willen we hier een beschrijving en een praktijkanalyse van de maatregel geven. De tweede paragraaf van deze bijdrage bespreekt de institutionele aspecten van de handel op de Amsterdamse Effectenbeurs, de derde paragraaf beschrijft de praktische aspecten van het opschorten van de handel en geeft een korte theoretische analyse van dit onderwerp. Paragraaf 4 geeft een analyse van praktijkgevallen waarin de handel aan de Amsterdamse beurs werd opgeschort en de Bijdrage besluit met enige concluderende opmerkingen.

2. De handel aan de Amsterdamse Effectenbeurs

De Amsterdamse Effectenbeurs, de enige beurs die in Nederland actief is, staat onder leiding van een bestuur dat bestaat uit 17 leden die worden gekozen door 145 bedrijfsliden van de Vereniging voor de Effectenhandel. Het bestuur van de beurs beslist welke fondsen een officiële

* Dr. R. Kabir MBA MA, is als universitair docent verbonden aan de vakgroep Bedrijfseconomie (sectie Ondernemingsfinanciering) van de Katholieke Universiteit Brabant. Dit artikel maakt deel uit van een proefschrift dat op 17 jan. 1991 werd verdedigd aan de RU te Maastricht.

notering krijgen en welke niet, hoe de beurs moet functioneren, wie de leden zijn van de Vereniging, of een prospectus voldoende informatie geeft over een in notering te nemen fonds of uit te geven effecten, en zo meer. Er zijn drie soorten bedrijfsleden van de Vereniging voor de Effectenhandel: banken, commissaires en hoeklieden (jobbers). Deze opzet is uniek in Europa, doordat alle verschillende soorten tussenpersonen bij de effectenhandel in het lidmaatschap van de Vereniging, en daarmee van de beurs, zijn opgenomen. De toelating van Udiiken vvuiii. besuhuuwü als een belangrijk element van de kracht van de Nederlandse kapitaalmarkt. Uitgedrukt in financiële middelen en aandeel in de handel domineren de bankleden de markt van de effectenbemiddeling. De hoeklieden zijn tussenpersonen voor de vloertransacties tussen andere leden, en mogen zelf niet direct met beleggers handelen. De transacties tussen banken/commissionaires moeten lopen via de hoeklieden. Er is aan de Amsterdamse Effectenbeurs geen systeem van 'zetels'. Iedereen die aan de reeks van eisen voldoet (minimum kapitatisatie/eigen vermogen, onafhankelijkheid, vakbekwaamheid) kan tot lid van de Vereniging worden gekozen. Dit staat in scherp contrast met andere effectenbeurzen waar het aantal leden is gelimiteerd. De leden wordt een entreegeld en een jaarlijkse contributie berekend.'

Op het ogenblik hebben 520 ondernemingen een notering aan de Amsterdamse Effectenbeurs: 289 daarvan (56%) zijn Nederlandse ondernemingen, de resterende 231 (44%) zijn buitenlandse. Zoals uit tabel 1 blijkt worden op de beurs bijna 2000 verschillende effecten verhandeld. Bijna 70% van die effecten zijn obligaties. Iets minder dan 50% van de genoteerde aandelen zijn van buitenlandse ondernemingen, wat de beurs een nogal internationaal karakter geeft. De totale marktwaarde van alle aan de bcuro genoteerde Ncdcrlandoc aandelen bc droeg eind 1988 f 228 miljard. Uit de cijfers over

de omvang van de handel blijkt dat de omzet in obligaties de laatste paar jaar meer dan verdubbeld is. Obligaties van de Nederlandse Staat blijven een dominante rol in de markt spelen. De meeste handel vindt plaats op de Officiële Markt waar een notering voor het volledige aandelenkapitaal van ondernemingen wordt opgesteld. De Officiële Markt is de hoofdmarkt met noteringen voor grote binnenlandse en buitenlandse ondernemingen. Tot eind 1987 werd binnen de officiële markt een aparte rubriek onderscheiden voor de veertig meest actieve 'hoofdfondsen'. De handel in deze aandelen begon anderhalf uur eerder. Naast de officiële markt bestaat sinds februari 1982 een tweede markt, de Parallelmarkt, die was bedoeld om ook kleine en middelgrote ondernemingen van de voordelen van de beurste laten profiteren. Voor een notering aan deze parallelmarkt gelden minder strenge eisen: minimaal 10% van het aandelenkapitaal van een onderneming, met een waarde van tenminste f 2,5 mln moet vrij verhandelbaar zijn en de onderneming moet voor een periode van ten minste drie jaar (tegenover vijf jaar voor de officiële markt) aan de eisen ten aanzien van de publikatie van de resultaten voldaan hebben. Om tot de notering toegelaten te worden moet een bedrijf een aanvraag indienen bij de Beurs, die na een onderzoek een advies zendt naar de minister van Financiën die de uiteindelijke toestemming verleent.

Naast de officiële en de parallelmarkt bestaat een over-the-counter-markt voor effecten van ondernemingen zonder officiële notering, de Niet-officiële Parallelmarkt. Deze markt wordt onderhouden los van de Beurs. De handel in aandelen van enkele multinationals, die ook genoteerd zijn op buitenlandse beurzen, vindt ook (telefonisch) plaats buiten de officiële tijden van de beurshandel die lopen van 10 uur 's morgens tot 4 uur 30 's middags.

Tot 1985 werd voor de meeste effecten gehandeld op basis van een kopro die werd opgesteld aan het einde van de eerste en/of tweede

handelsperiode. Maar sindsdien wordt doorlopend gehandeld en vindt een continue koersvorming plaats. In 1988 is een automatisch informatiesysteem geïnstalleerd, het zogenaamde handelsondersteunende systeem, waardoor de beursleden elektronisch contact met elkaar kunnen onderhouden. Elke transactie wordt tot stand gebracht door een hoekman, die daarvoor een vaste provisie ontvangt. Deze vaste provisie geldt voor aandelentransacties tot f 1 min en obligatietransacties tot f 2,5 min. De provisie over grotere transacties is vrij onderhandelbaar. Voor elke transactie worden f 7,50 behandelingskosten in rekening gebracht (en tot voor kort werd 0,12% beursbelasting over de effectieve waarde van de transactie ingehouden). Door het systeem van vaste provisie en de beursbelasting zijn de transactiekosten aan de Amsterdamse Effectenbeurs betrekkelijk hoog. Om die reden startte in mei 1986 de Amsterdam Interprofessional Market (AIM) waar pakketten aandelen en obligaties van meer dan f 2,5 min kunnen worden verhandeld buiten de beursvloer om (maar die transacties moeten wel binnen 15 minuten worden aangemeld). De AIM-handel vindt plaats tussen banken en grote instituten en gebeurt op netto-basis (zonder provisie).

3. Het opschorten van de handel in een fonds

3.7. De huidige praktijk aan de Amsterdamse Effectenbeurs

Toelating tot de notering aan de Effectenbeurs betekent dat degenen die de effecten uitgeven zich moeten houden aan de regels die door de autoriteiten zijn vastgesteld. Worden deze regels niet naar behoren opgevolgd, dan kunnen sancties worden getroffen als het opschorten van de handel. De Effectenbeurs heeft een speciaal toezichthoudend orgaan in het leven geroepen, dat de ontwikkeling van de beurskoersen moet volgen en dat indien nodig in de han-

del aan de beurs kan ingrijpen. Met betrekking tot de handel bestaan de volgende regulerende maatregelen:

- a. Het onderbreken van de handel. Dit gebeurt voor een korte periode (minimaal één uur) wanneer dit toezichthoudend orgaan, de Commissie voor de Notering, van mening is dat een weldra tijdens de handelsperiode binnen te komen bericht eerst op ruime schaal onder beleggers doorgegeven moet worden.
- b. Het verbieden van de handel. Deze maatregel wordt voor een langere periode getroffen (met een maximum van twee beursdagen) wanneer de toezichthouder van mening is dat het overgrote deel van de markt onvoldoende geïnformeerd is, of wanneer een belangrijk bericht wordt verwacht dat de koers van het fonds kan beïnvloeden.

Deze twee maatregelen worden genomen door de aanwezige Commissaris voor de Notering, soms na overleg met de desbetreffende onderneming. Doel van de maatregelen is het bevorderen van een ordelijke koersvorming in het belang van alle partijen. De onmiddellijke consequentie van beide maatregelen is in feite hetzelfde: gedurende de periode waarin de handel is opgeschort is het leden van de beurs verboden op enige wijze betrokken te zijn bij de handel in de aandelen, obligaties of andere effecten van het betreffende fonds, in deze bijdrage wordt de term 'opschorten' in ruime zin gebruikt en omvat beide hierboven genoemde maatregelen. Zo opgevat wordt bij opschorten de officiële notering doorbroken voor een periode die varieert van één uur tot een paar dagen. Deze twee regulerende maatregelen met betrekking tot de handel in effecten moeten worden onderscheiden van twee andere maatregelen voor de notering, die kunnen worden genomen door het Bestuur van de Effectenbeurs (in plaats van door de Commissie voor de Notering):

Tabel 1. Enkele belangrijke cijfers over de Amsterdamse Effectenbeurs

	Officiële markt				Parallelmarkt			
A. Aantal genoteerde fondsen								
<i>Nederlandse fondsen</i>	1988	1987	1986	1985	1988	1987	1986	1985
Obligaties	1144	1166	1254	1306	2	3	3	2
Aandelen	209	223	225	207	48	46	42	34
Aandelen in beleggings- maatschappijen	70	60	47	38	19	11	12	10
Subtotaal	1 423	1 449	1 526	1 551	69	60	57	46
<i>Buitenlandse fondsen</i>								
Obligaties	165	159	144	100	1	1	1	1
Aandelen	266	265	272	276	2	3	2	2
Aandelen in beleggings- maatschappijen	24	24	28	24	1	1	1	1
Subtotaal	455	448	463	455	4	5	4	4
Totaal	1878	1897	1989	2006	73	65	61	50
B. Omzetten (in f miljard)								
<i>Aandelen</i>	1988	1987	1986	1985				
Nederlands	119.6	151.6	144.0	109.5				
Buitenlands	0.3	0.4	0.6	0.7				
Subtotaal	119.9	152.0	144.6	110.2				
<i>Obligaties</i>								
Nederlands	198.4	167.1	98.6	86.5				
Buitenlands	8.2	6.4	5.4	5.0				
Subtotaal	206.6	173.5	104.0	91.5				
Totaal	326.5	319.1	248.6	201.7				

Bron: Jaarverslagen van de Amsterdamse Effectenbeurs

1. Het schorsen van de notering. Als men van mening is dat zich met betrekking tot een fonds teiten ontwikkelingen hebben voor gedaan die een beletsel vormen voor de continuering van de officiële notering, of als een onderneming zich niet houdt aan haar verplichtingen die voortvloeien uit de noteringsovereenkomst met de Effectenbeurs, kan deze strafmaatregel worden genomen. Gedurende de schorsingsperiode (die verschillende dagen kan duren) kan wel in het fonds worden gehandeld in het niet-officiële deel van de markt ('niet-officiële aandelen').
2. Het staken van de notering. De beurs heeft de uiteindelijke bevoegdheid om de notering van een fonds te staken. Deze uiterste sanctie wordt toegepast als het beursbestuur van

oordeel is dat voortzetting van de officiële notering niet langer mogelijk is.

3.2. Theoretische overwegingen

We kennen nu een aantal redenen voor het opschorten van de handel in een beursfonds. Al deze redenen hebben één ding met elkaar gemeen: de verwachting dat zich een situatie zal voordoen waarin informatie over één of meer ondernemingen onvoldoende verspreid is. Het opschorten zelf heeft, ongeacht de werkelijke reden, telkens hetzelfde effect; alle betrokkenen worden er op geattendeerd dat er iets bijzonders aan de hand is. Het opschorten van de handel associeert men dus met het vrijgeven van nieuwe en substantiële informatie op de

beurs. Tot het moment van opschorten kan men erop vertrouwen dat in de beurskoersen alle beschikbare informatie is verwerkt, omdat de autoriteiten voortdurend alle genoteerde fondsen controleren. Men gaat ervan uit dat de opschortingsmaatregel wordt genomen op het moment dat de koers van het aandeel nog niet is aangepast voor de nieuwe informatie. De maatregel blijft van kracht totdat naar de mening van de autoriteiten (Commissie voor de Notering, het bestuur) de nieuwe informatie met betrekking tot het fonds is bekendgemaakt en de marktpartijen voldoende tijd hebben gehad om die informatie behoorlijk te evalueren. Als de periode van de opschorting verstreken is en de handel in het fonds hervat, geven de koersen een afspiegeling van de evaluatie van de markt van de zojuist vrijgegeven informatie, er van uitgaande dat de markt efficiënt is in de semi-sterke vorm.

Hoewel de overwegingen die tot de beslissing tot het opschorten van de handel leiden, een zekere aantrekkingskracht lijken te hebben, kunnen twijfels rijzen over de toepassing van deze bijzondere ingreep. De opschorting en de consequenties daaruit behoren in feite te worden vergeleken met wat er gebeurt als de handel niet wordt onderbroken. Men kan stellen dat het opschorten opportunity-winsten en -verliezen oplevert voor die markdeelnemers die anders in deze periode transacties hadden verricht. De evaluatie van deze kosten en baten hangt af van het oordeel hierover. Daar tegenover constateert Mendelson dat doorgaan met de handel ook zijn verdiensten heeft, maar dat niemand gebaat is met het verschaffen van mogelijkheden voor een wilde handel op basis van halfverwerkte informatie en misinformatie. ² Wo zien dus dat bij het opschorten van de handel een afweging moet worden gemaakt tussen een kortstondig uitstel van executie (van de transacties) en een nauwkeuriger koers.

Maar hoe weet men tevoren welke informatie tot een juiste koersvorming leidt en welke niet? Waarom zou men de markt daarover niet laten

beslissen? Hoewel hij vragen heeft over de manier waarop de opschortingsmaatregel wordt uitgevoerd, merkt Stigler op: 'Het voorkómen van een koop of verkoop is geen taak van de Beurs, en elke rechtvaardiging voor het opschorten moet berusten op de wens "onnodige koersfluctuaties te verhinderen. Een onnodige koersfluctuatie is zeker niet een schommeling die wordt opgeroepen door de vraag- en aanbodcondities van die week, ook al weerspiegelen die fluctuaties de vraag- en aanbodverhoudingen van het uur. Deze onderbreking van de handel impliceert dat de beursautoriteiten weten wat de juiste koersaanpassing is als er een stroom van koop- of verkoopopdrachten is.' (blz 130). Stigler wijst op het feit dat er geen schade ontstaat als een paar beleggers na veel zoeken erin geslaagd zijn een stuk informatie te vinden en vervolgens proberen die informatie in de koers van het aandeel te vertalen, of als beleggers die die informatie niet hebben, wel daarover speculeren. In dergelijke gevallen zou een onderbreking van de doorlopende handel alleen maar het verwerken van die informatie in de koers vertragen. Dergelijke vertragingen werken slechts in het voordeel van de 'free riders', beleggers die 'het ritje meemaken' en wel de eventuele winst opatrijken van de vrijgegeven informatie na het opschorten van de handel, maar daarvoor geen enkele moeite willen doen.

4. Een analyse van een steekproef

Voor zover bekend bestaat er geen databank die gegevens verzamelt over het opschorten van de handel in fondsen aan de Amsterdamse Effectenbourse; De enige manier om aan deze gegevens te komen was dus het doornemen van verschillende publikaties en in het bijzonder van *De Officiële Prijscourant* uitgegeven door de Amsterdamse Effectenbeurs. Dit onderzoek wees uit dat tussen januari 1983 en december 1988 193 keer de handel was opgeschort van in totaal 112 verschillende ondernemingen. De uit-

Tabel 2. Jaarlijkse verdeling van het aantal opschortingen aan de Amsterdamse Effectenbeurs

Jaar	Aantal opschortingen
1983	31
1984	21
1985	22
1986	29
1987	42
1988	48
Totaal	193

splitsing naar jaar staat in tabel 2. Van de 112 betrokken fondsen werden er 91 genoteerd op de 'Officiële Markt', 13 hadden een notering op de Parallelmarkt en de resterende 3 waren buitenlandse fondsen.

We vonden dat van 71 ondernemingen de notering één keer was opgeschort, bij 23 ondernemingen was dat twee keer gebeurd, acht bij drie gelegenheden, vier ondernemingen vier keer, twee vijf keer, drie zes keer en bij één onderneming was dit maar liefst acht keer gebeurd. Een heel opmerkelijk verschijnsel was dat 48 (43%) van de 112 ondernemingen die door een opschorting werden getroffen geen notering meer hebben aan de Effectenbeurs. Deze ondernemingen verdwenen uit de notering om uiteenlopende redenen, zoals fusie, overneming, faillissement, staken van de notering, enzovoort. Voor elk geval van opschorting hebben we ook over enkele andere aspecten gegevens verzameld. Deze zijn weergegeven in de tabellen 3, 4 en 5. We wijzen er overigens op dat, ondanks al onze inspanningen, we er niet in geslaagd zijn voor elk geval van opschorting volledige en betrouwbare informatie bijeen te brengen. Deze gevallen zijn opgenomen onder de categorie 'onbekend'.

Tabel 3. Aantal en type opschorting van handel

Type	Aantal	%
Opschorting voor één dag	122	63
Opschorting voor meer dagen	71	37
	193	100

Tabel 4. Redenen voor de opschorting van de handel in een fonds

Redenen	Aantal	%
Voorwetenschap	11	6
Reorganisatie van onderneming	22	11
Mogelijkheid van fusie/overneming	91	47
Publikatie van ondernemingsresultaten	37	19
Emissie van aandelen/obligaties	8	4
Andere redenen	15	8
Onbekend	9	5
	193	100

Tabel 5. Indeling van aantal opschortingen naar bedrijfstak

Type	Aantal opschortingen	Aantal ondernemingen
Bouw en aanneming	25	9
Chemie	7	4
Elektronica	8	5
Financiële instellingen	22	14
Voedingsmiddelen	12	7
High-tech	7	5
Beleggingsmaatschappijen	14	11
Metaal en constructie	20	11
Uitgeverijen en drukkerijen	25	10
Textiel	5	3
Handel	20	12
Transport	9	5
Andere	19	16
Totaal	193	112

In tabel 3 staan onze bevindingen met betrekking tot de duur van de opschorting. Hieruit blijkt dat 63% van de opschortingen voor één dag waren. Dit houdt in dat hier de handel in het betreffende fonds dezelfde dag of ten hoogste één dag na de opschorting weer werd hervat. In de andere 37% van de gevallen duurde de opschorting tenminste tot de volgende dag. Geen van de opschortingsmaatregelen aan de Amsterdamse Effectenbeurs in die periode duurde langer dan één week. Zoals gezegd kan bij een langdurige opschorting in het fonds gehandeld worden op het niet-officiële deel van de markt.

Wat betreft de redenen van de opschorting konden we in de officiële rapporten van de Bourse geen betrouwbare gegevens verkrijgen. Het bleek dat in veel gevallen de reden van het op-

schorten officieel niet wordt genoemd. Als op het moment van het opschorten een reden wordt gegeven, is dat in vrijwel alle gevallen: 'In afwachting van een bericht of bekendmaking.' We hebben daarom *Het Financieele Dagblad doorgezocht* voor mogelijke redenen voor de opschorting. Tabel 4 geeft de resultaten.

Hieruit blijkt dat een belangrijke reden was de mogelijkheid van een fusie of een overneming van de betrokken onderneming(en). De in belang daarop volgende reden zijn gebeurtenissen of feiten met betrekking tot de publikatie van ondernemingsresultaten en reorganisaties van de onderneming. Andere belangrijke redenen voor het opschorten van de handel in een fonds bleken te zijn: aankondigingen van emissies van nieuwe aandelen en de waarschijnlijkheid dat was gehandeld op basis van voorwetenschap.

Behalve informatie verzamelen over aantallen en duur van en redenen voor het opschorten van de handel aan de Amsterdamse Effectenbeurs, wilden we ook onderzoeken of er mogelijk enige tendenties waren met betrekking tot bepaalde soorten ondernemingen, bijvoorbeeld naar grootte en bedrijfstak. Van 67 ondernemingen in onze steekproef konden we gegevens over de marktwaaarde vinden of arieiën. 30 ondernemingen van deze groep konden worden getypeerd als kleine ondernemingen met een marktwaaarde van het aandelenkapitaal van minder dan f 100 mln; 23 waren middelgrote ondernemingen binnen de categorie van f 100 mln tot f 1 mrd en de 14 andere waren grote ondernemingen met een waardering tegen beurskoers van meer dan f 1 mrd.

Om na te gaan of er wellicht een bepaalde tendentie was met betrekking tot de bedrijfstak van betrokken ondernemingen, hebben we een indeling gemaakt naar bedrijfstak (zie tabel 5). Uit deze opschortingen konden we geen bepaald patroon naar branches ontdekken; onder-

nemingen uit allerlei bedrijfstakken waren getroffen door de opschortingsmaatregelen. Als een bedrijfstak vaker vertegenwoordigd is in deze cijfers, dan komt dat door één of andere abnormale gebeurtenis in die bedrijfstak gedurende slechts een bepaalde tijdsperiode.

5. Afsluitende opmerkingen

Deze bijdrage bevat een beschrijving van de institutionele aspecten van de handel aan de Amsterdamse Effectenbeurs en geeft de resultaten van het eerste empirisch onderzoek van het instrument van het opschorten van de handel in een fonds zoals dat hier wordt toegepast. Deze analyse wijst onder meer het volgende uit: er is in de afgelopen paar jaar een groeiend aantal opschortingen; grofweg tweederde van de opschortingen duurt niet langer dan één dag; opschortingsmaatregelen houden het vaakst verband met fusie-/overnemingsactiviteiten en betreffen meestal kleine ondernemingen. Een vervolg op het huidige onderzoek kan zich richten op een zorgvuldige analyse van het gedrag van de koersen van het fonds voor en na de opschorting. Pas dan kan worden bepaald of het toepassen van de maatregel verstandig is of niet.

Noten

1. Cross, D.H. en J.H. Diephuis. *De Amsterdamse Effectenbeurs*, Kluwer, Deventer, 1988.
2. Hopewell, M.H. en A.L. Schwartz Jr., Temporary Trading Suspensions in Individual NYSE Securities, *Journal of Finance*, Vol. 33, nr. 5, December 1978, blz. 1355-1373.
3. M. Mendelson, From Automated Quotes to Automated Trading: Restructuring the Stock Market in the U.S., *The Bulletin*, Institute of Finance, New York University, March 1972, blz. 101.
4. G.J. Stigler, Public Regulation of the Securities Market, *Journal of Business*, Vol. 37, April 1964, blz. 117-142.

Vertaling: J.A.M. Berkien